

Análise Econômica

ESCOLHA DE PORTFÓLIO, INVESTIMENTO E NÃO-
NEUTRALIDADE DA MOEDA
JOSÉ LUÍS OREIRO

REFORMAS NA ARQUITETURA FINANCEIRA
INTERNACIONAL: NOVIDADES NO FRONT?
ANDRÉ MOREIRA CUNHA

MERCOSUR'S CHANGE IN TRADE PATTERNS
ANDRÉ FILIPE ZAGO DE AZEVEDO

O IMPACTO DA COMPOSIÇÃO SETORIAL, DOS FLUXOS
INTRA-SETORIAIS E DA ABERTURA COMERCIAL NA
PARTICIPAÇÃO DE MERCADO DAS EXPORTAÇÕES
BRASILEIRAS
CLÉSIO LOURENÇO XAVIER E EMERSON FERNANDES
MARÇAL

O EFEITO BALASSA-SAMUELSON E A PARIDADE DO
PODER DE COMPRA NA ECONOMIA BRASILEIRA
CLÁUDIO ROBERTO FÓFFANO VASCONCELOS

CICLOS Y FLUCTUACIONES FINANCIERAS: LA IRREGULAR
DINÁMICA ECONÓMICA
SARY LEVY-CARCIENTE

O PENSAMENTO DE KARL POPPER: AS DIFERENTES
INTERPRETAÇÕES DOS METODÓLOGOS DA CIÊNCIA
ECONÓMICA
SOLANGE REGINA MARIN E RAMÓN GARCÍA
FERNÁNDEZ

A EXPANSÃO DO ESCOPO TEMÁTICO DAS
NEGOCIAÇÕES COLETIVAS DE TRABALHO
CARLOS HENRIQUE HORN

EFEITOS DO CAPITAL SOCIAL E DO CAPITAL POLÍTICO
NO DESENVOLVIMENTO ECONÓMICO: SIMULAÇÕES
PARA PAÍSES E ESTADOS BRASILEIROS
RONALDO A. ARRAES, RICARDO CANDÉA S. BARRETO
E VLADIMIR KÜHL TELES

O PROBLEMA DE RISCO MORAL NO MERCADO
BRASILEIRO DE ASSISTÊNCIA MÉDICA SUPLEMENTAR
LUCIANA PINTO DE ANDRADE E SABINO DA SILVA
PÓRTO JÚNIOR

Ano **22**

Nº **41**

Março, 2004

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL

Reitora: Profª. Wlana Maria Panizzi

FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Diretora: Prof. Pedro César Dutra Fonseca

CENTRO DE ESTUDOS E PESQUISAS ECONÔMICAS

Diretor: Prof. Gentil Corazza

DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Chefe: Prof. Ricardo Dathein

CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

Coordenador: Prof. Eduardo Pontual Ribeiro

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DESENVOLVIMENTO RURAL

Coordenador: Prof. Jalcione Almeida

CONSELHO EDITORIAL:

Carlos G. A. Mielitz Netto (UFRGS), Eduardo A. Maldonado Filho (UFRGS), Eduardo P. Ribeiro (UFRGS), Eleutério F. S. Prado (USP), Eugênio Lagemann (UFRGS), Fernando Cardim de Carvalho (UFRJ), Fernando Ferrari Filho (UFRGS), Fernando de Holanda Barbosa (FGV/RJ), Flávio Vasconcellos Comim (UFRGS), Gentil Corazza (UFRGS), Giacomo Balbinotto Netto (UFRGS), Gustavo Franco (PUC/RJ), Jan A. Kregel (UNCTAD), João Rogério Sanson (UFSC), Joaquim Pinto de Andrade (UnB), Jorge Paulo Araújo (UFRGS), Juan H. Moldau (USP), Marcelo S. Portugal (UFRGS), Maria Alice Lahorgue (UFRGS), Paul Davidson (University of Tennessee), Paulo D. Waquil (UFRGS), Pedro C. D. Fonseca (UFRGS), Philip Arestis (Levy Economics Institut of Bard College), Roberto C. de Moraes (UFRGS), Ronald Otto Hillbrecht (UFRGS), Sabino da Silva Porto Jr. (UFRGS), Stefano Florissi (UFRGS) e Werner Baer (University of Illinois at Urbana-Champaign).

COMISSÃO EDITORIAL:

Eduardo Augusto Maldonado Filho, Fernando Ferrari Filho, Gentil Corazza, Marcelo Savino Portugal, Paulo Dabdab Waquil e Roberto Camps Moraes.

EDITOR: Prof. Fernando Ferrari Filho

EDITOR ADJUNTO: Prof. Gentil Corazza

SECRETÁRIA: Paulo Roberto Eckert

REVISÃO DE TEXTOS: Vanete Ricacheski

EDITORAÇÃO ELETRÔNICA: Vanessa Hoffmann de Quadros

FUNDADOR: Prof. Antônio Carlos Santos Rosa

Os materiais publicados na revista *Análise Econômica* são da exclusiva responsabilidade dos autores. É permitida a reprodução total ou parcial dos trabalhos, desde que seja citada a fonte. Aceita-se permuta com revistas congêneres. Aceitam-se, também, livros para divulgação, elaboração de resenhas e resenhas. Toda correspondência, material para publicação (vide normas na terceira capa), assinaturas e permutas devem ser dirigidos ao seguinte destinatário:

PROF. FERNANDO FERRARI FILHO

Revista *Análise Econômica* – Av. João Pessoa, 52

CEP 90040-000 PORTO ALEGRE - RS, BRASIL

Telefones: (051) 316-3513 – Fax: (051) 316-3990

E-mail: rae@ufrgs.br

Análise Econômica

Ano 22, nº 41, março, 2004 - Porto Alegre

Faculdade de Ciências Econômicas, UFRGS, 2004

Periodicidade semestral, março e setembro.

Tiragem: 500 exemplares

1. Teoria Econômica - Desenvolvimento Regional -

Economia Agrícola - Pesquisa Teórica e Aplicada -

Periódicos. I. Brasil.

Faculdade de Ciências Econômicas,

Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

CDD 330.05

CDU 33 (81) (05)

Reformas na Arquitetura Financeira Internacional: Novidades no *Front*?

André Moreira Cunha¹

Resumo: A instabilidade nos mercados financeiros internacionais determinou a emergência de novas frentes no debate sobre arquitetura financeira internacional. Uma destas frentes é problema da reestruturação de dívidas soberanas. Há, pelo menos, duas perspectivas distintas: a visão *market-oriented* enfatiza a manutenção da autonomia dos contratos entre os participantes dos mercados, com ou sem inovações contratuais; a visão oficial envolve a criação de novas instituições, em uma abordagem mais institucionalizada. Este trabalho analisa o debate corrente em torno da reestruturação de dívidas soberanas.

Palavras-chave: reestruturação de dívidas soberanas, crises financeiras, arquitetura do sistema financeiro internacional.

Abstract: The instability in the international financial markets determined the emergence of new fronts in the debate concerning the international financial architecture. One of these fronts is the problem of sovereign debt restructuring. There are, at least, two different perspectives: the market-oriented view emphasizes the maintenance of the contractual autonomy among market participants, with or without “contractual innovations”; the official view involve the creation of new institutions, in a statutory approach. This paper analyzes the current debate about sovereign debt restructuring.

Key words: sovereign debt restructuring, financial crises, international financial architecture.

JEL: F34 – International Lending and Debt Problems.

1 Introdução

Depois de quase uma década de expansão, verificou-se, nos últimos anos, uma retração na entrada líquida de capitais privados nos mercados emergentes. Há evidências de que a assim chamada

* Versão revisada do texto apresentado no XXX Encontro da ANPEC, Nova Friburgo (RJ), dezembro de 2002. O autor agradece os comentários do Prof. Márcio Holland que, como de praxe, fica eximido dos equívocos deste trabalho.

¹ Professor Adjunto do Departamento de Economia da UFRGS. E-mail – andre.cunha@ufrgs.br.

“globalização financeira” esteja perdendo seu momento. Assim como em outros episódios da história financeira³, o período atual parece combinar um contínuo temporal de reformas institucionais orientadas para o livre funcionamento dos mercados, expansão da renda, crescimento nos fluxos financeiros e comerciais e, em seqüência, uma forte instabilidade econômica e política⁴.

As crises mexicana (1994) e, principalmente, a asiática (1997-1998) inauguraram um novo padrão de crises financeiras⁵, denominadas de “crises do século XXI” ou “crises da conta capital”. Reversões súbitas nos fluxos de capitais, em movimentos coletivos de realização de ativos, motivadas, muitas vezes, por elementos irracionais de comportamentos de manada, pânico e efeito-contágio, passaram a atingir economias com os mais variados estágios de desenvolvimento econômico e institucional, e com distintos históricos de bom (ou mau) comportamento na gestão macroeconômica.

Em meio à crescente instabilidade, ganhou força o debate acadêmico e político em torno da solidez da infra-estrutura institucional que governa as relações econômicas no plano internacional, espe-

³ Em uma perspectiva de longo prazo, a integração financeira internacional tem sido marcada pela recorrência de episódios de *boom-and-bust*. O Banco Mundial (World Bank, 2000) identificou quatro grandes ciclos de expansão dos fluxos privados de capitais para os mercados emergentes. O primeiro, no período de hegemonia do padrão libra-ouro, entre a década de 1870 e a Primeira Guerra Mundial, foi dominado pela utilização de títulos privados de longo prazo, que garantiram o financiamento da expansão de infra-estrutura e de novas atividades produtivas nos países de recente colonização européia. O segundo, no entre guerras, foi alimentado pela compra de títulos públicos dos países que haviam se endividado com o conflito do início do século. Entre 1973 e 1982, assistiu-se a um terceiro *boom*, marcado pelo financiamento através de empréstimos sindicalizados, especialmente para os governos nacionais da periferia capitalista. Por fim, na década de 1990 houve uma forte ampliação dos investimentos de portfólio, através da utilização de mecanismos privados de endividamento direto – *private-to-private* –, e dos investimentos diretos externos.

⁴ Segundo o Banco Mundial, “... [as] ondas de capitais para os mercados emergentes têm sido, tipicamente, parte de um longo, periódico e rápido processo de expansão da economia global. Elas ocorrem quando uma ampla difusão de mudanças tecnológicas aprimora as comunicações e transportes, o crescimento é animador, o comércio mundial está em expansão, as inovações financeiras são rápidas, e o clima político lhes dão sustentabilidade.” (World Bank, 2000, p. 119) [grifos no original]. “Todos os episódios passados de expansão dos fluxos de capitais para os mercados emergentes terminaram em severas crises internacionais. *Hard landings* mais do que *soft landings* tem sido a regra [...] Booms nos fluxos privados de capitais têm sido pontuados por frequentes crises bancárias e cambiais nos países receptores, e terminado, usualmente, em severas rupturas econômicas e conflitos políticos”. (World Bank, 2000, p. 119) [grifos no original].

⁵ Considera-se *crise financeira* em um sentido amplo, que inclui crises cambiais, crises bancárias e crises de balanço de pagamentos (IMF, 1998, Aziz et al., 2000, Mishkin, 2001). As *crises*

cialmente na esfera financeira. Na ótica dominante do *establishment*⁶ oficial (Fischer, 1999 e 2000; Summers, 1999; Meltzer, 2000; IMF 2000f; G7, 2000; Taylor, 2002) e privado (Council of Foreign Relations, 1999; Truman, 2001), tal instabilidade teria origem na inconsistência de alguns elos da corrente global dos mercados⁷. Ou seja, a diversificação das carteiras dos investidores dos países centrais em direção a ativos dos mercados emergentes teria ampliado o risco sistêmico, na medida em que os fundamentos econômicos e institucionais destes seriam mais frágeis. Com “sinais” errados, os investidores tomariam decisões equivocadas, subestimando riscos e superestimando retornos.

Além disso, ampliou-se a carga de críticas à atuação dos órgãos multilaterais, especialmente o FMI. Os megapacotes de socorro aos países em crise distorceriam ainda mais os sinais de mercado, gerando estímulos artificiais para que os emergentes se endividassem para além de suas necessidades, e um comportamento pouco rigoroso em alguns investidores. O risco sistêmico dos emergentes e o risco moral dos órgãos oficiais passaram a ser o foco da intervenção dos “reformistas”. Assim, a agenda de reformas na arquitetura financeira internacional (AFI, de agora em diante) passou a priorizar: (i) a disseminação das melhores práticas nas áreas financeira, de governança corporativa, de gestão fiscal, de geração e dissemina-

cambiais ocorrem quando há um ataque especulativo contra a paridade de uma moeda doméstica, que force sua desvalorização ou gere intervenções governamentais pesadas (vendas de reservas e/ou aumento substancial da taxa de juros para defesa da paridade). As crises bancárias estão associadas à suspensão da conversibilidade dos passivos bancárias que se segue às “corridas bancárias” efetivas e/ou potenciais, levando à necessidade de intervenções estatais para provisão de liquidez. E as *crises de balanço de pagamentos* originam-se da incapacidade de um país honrar o serviço de sua dívida externa, quer ela seja privada, quer seja soberana. Tem-se denominado de *crises gêmeas* os episódios onde crises cambiais e bancárias ocorrem de forma simultânea, detonando mecanismos perversos de retro-alimentação (Kaminsky & Reinhart, 1995).

⁶ Esta não é uma visão homogênea. Dentro do G-7 há propostas que vão de encontro aos princípios *market-oriented*. O governo inglês propôs a criação de uma superagência global de regulação financeira, a partir da fusão do FMI, BM e BIS. A França, com o intuito de reduzir a influência dos EUA nas decisões do FMI, sugeriu ampliar o poder decisório do Comitê de Ministros das Finanças do Fundo; a Alemanha defendeu as *target zones* para as principais divisas internacionais, como forma de reduzir a instabilidade; e o Canadá alinhou-se à defesa de um maior poder de arbítrio do FMI sobre os credores, inclusive com a invocação de suspensão temporária do pagamento de dívidas em caso de crise (Einchengreen, 1999). Na academia, Garten (1998) propôs a criação de um Banco Central Mundial; Sachs (1998 e 1998b) defendeu a criação de um tribunal internacional para o equacionamento de conflitos credor-devedor; e Soros (1998), uma agência de seguros global.

⁷ Analogia feita por Greenspan (1997) ao comentar a crise asiática.

ção de informações econômicas, etc.⁸; e (ii) a reforma na atuação das instituições multilaterais (Eichengreen, 1999; 1999b, Rogoff, 1999; Park & Wang, 2000; IMF, 2000f; Goldstein, 2001; UNCTAD, 2001).

Todavia, as reformas desde cima implantadas com a supervisão do FMI e do Banco Mundial⁹ e a orientação do G7 parecem ser insuficientes. Em um movimento surpreendente, a Vice-Diretora Gerente do FMI, Anne Krueger, trouxe para o centro do debate uma proposta não convencional, qual seja, a de criação de mecanismos facilitadores da reestruturação de dívidas soberanas¹⁰, nos moldes da legislação norte-americana de falências. Essa heresia desde dentro estaria sinalizando para uma segunda geração de reformas na AFI (Cunha, 2002)? O presente artigo tem por objetivo mapear os elementos que compõem o debate recente em torno do problema da reestruturação de dívidas soberanas.

Duas tradições reaparecem neste momento. De um lado, há a defesa da constituição de mecanismos institucionais capazes de, no

⁸ Os fóruns multilaterais - FMI, G7, BIS, OCDE, FSF, entre outros - têm enfatizado a fixação de parâmetros regulatórios globais, a partir da experiência dos países centrais. O FSF (*apud* UNCTAD, 2001, p. 80) identificou os seguintes *standards* (em parênteses o órgão responsável): (i) Código de Boas Práticas na Transparência das Políticas Monetária e Financeira (FMI); (ii) Código de Boas Práticas na Transparência da Política Fiscal (FMI); (iii) SDSS e GDDS para transparência e disseminação de informações econômicas (FMI); (iv) Princípios e Guia em Sistemas Efetivos de Insolvência (BM); (v) Princípios de Governança Corporativa (OCDE); (vi) Padrões Internacionais de Contabilidade (Comitê da Associação Internacional de Contabilidade); (vii) Padrões Internacionais de Auditoria (Federação Internacional de Contadores); (viii) Princípios Fundamentais de Sistemas de Pagamentos Sistematicamente Importantes (Comitê Sobre Sistemas de Pagamento e Compensação do BIS); (ix) Integridade dos mercados e prevenção da lavagem de dinheiro através das "Quarenta Recomendações da Força de Tarefa de Ação Financeira (FTAF); (x) Princípios Fundamentais de uma Supervisão Bancária Efetiva (Comitê da Basileia para Supervisão Bancária); (xi) Objetivos e Princípios da Regulação de *Securities* (IOSCO); (xii) Princípios da Supervisão de Seguros (IAIS). Além disso, os órgãos multilaterais têm enfatizado a necessidade de os governos nacionais, nos países em desenvolvimento (devedores), adotarem tais padrões. Entende-se que isso minimizaria a tendência de risco crescente associada às decisões de investimento em ativos pouco transparentes. Ou seja, os mercados emergentes se caracterizariam por apresentarem graves falhas institucionais, tanto na supervisão dos seus sistemas financeiros, quanto na qualidade da governança empresarial. Com informações econômico-financeiras pouco transparentes, corrupção e insuficiências governamentais no que concerne à regulamentação dos mercados financeiros, o risco dos investidores internacionais ficaria superdimensionado, ampliando, consequentemente, o potencial global de instabilidade.

⁹ O FMI e o Banco Mundial estão monitorando a implantação dos *standards* associados à solidez dos sistemas financeiros doméstico. Em maio de 1999, introduziram o Programa de Avaliação do Setor Financeiro, cujos Relatórios de Observância dos Códigos evidenciam o grau de adesão aos parâmetros recomendados. No final de setembro de 2001, 57 países estavam sendo monitorados - 36 *reports* já haviam sido publicados (Council of Economic Advisers, 2002, p. 286).

¹⁰ Dívidas emitidas e/ou garantidas por governos soberanos (governo central, governos subnacionais, ou, ainda, empresas controladas por aqueles).

plano internacional, garantir uma mediação não tendenciosa dos conflitos entre devedores e credores. Em oposição, há os que defendem soluções descentralizadas, *market oriented*, que garantam a livre adesão das partes contratantes dos instrumentos de dívida.

Além desta introdução, o artigo está estruturado em mais três partes. Na próxima seção, exploram-se alguns fatos estilizados do ciclo financeiro recente, que permitem compreender os termos do debate em torno das reformas na AFI. Na sequência, são mapeadas as principais propostas sobre a reestruturação das dívidas soberanas. Seguem algumas considerações finais.

2 Antecedentes Históricos e Institucionais

O poder destrutivo dos ciclos econômicos impôs, ao longo do tempo, a necessidade do desenvolvimento de amortecedores institucionais capazes de minimizar seus efeitos. Políticas macroeconômicas anticíclicas – o “*Big Government*” e papel de emprestador em última instância dos Bancos Centrais (Minsky, 1986) – e as redes de proteção social garantiram, especialmente no pós-Segunda Guerra Mundial, que as grandes depressões passassem a configurar pontos exclusivos de historiografia econômica (World Bank, 2001).

A quebra de empresas privadas, carregadas de dívidas insustentáveis (ilíquidas e/ou insolventes) sempre esteve no centro das preocupações de *policy makers* e dos agentes econômicos que atuam nos mercados. Nos países centrais, a história das crises financeiras domésticas gerou duas tradições normativas: a introdução de inovações contratuais nos instrumentos de dívida capazes de minimizar, *ex-ante*, os problemas de coordenação entre os credores; e as legislações nacionais de falência, mais institucionalizadas. Assim, as origens históricas das bases legais para a reestruturação de dívidas nos espaços nacionais dos países centrais permitem a identificação dos paradigmas dominantes: as “Regras de Londres” e a Legislação Falências dos EUA, resultado da via de Nova Iorque (Miller, 2002).

No século XIX, a inexistência de um arcabouço legal consistente fez com que muitas empresas inglesas com problemas de liquidez quebrassem em meio à corrida desordenada dos credores. A necessidade de ordenar o processo de reestruturação das dívidas le-

vou à introdução de cláusulas de ação majoritária, que permitiam a um grupo majoritário (75%) estabelecer os parâmetros da reestruturação, evitando o problema do *free rider*. Criou-se, assim, um paradigma descentralizado, baseado na livre negociação entre as partes contratantes, amplamente reconhecido pelas cortes locais. Este padrão não se desenvolveu desta forma nos EUA. Somente com a crise dos anos 1930 tornou-se imperativo enfrentar o problema de falências em grande escala. A legislação de falência norte-americana, com seu capítulo 11, que estabelece os parâmetros de negociação fora das cortes entre devedores e credores, acabou sendo a via institucional que estabeleceu os parâmetros legais dos instrumentos de dívida¹¹. Em Nova Iorque os instrumentos financeiros não contam, usualmente, com cláusulas de ação majoritária.

No corrente debate, a via oficial (Krueger, 2001, 2001b, 2002 e 2002b) tem o caráter de institucionalização mais próximo ao padrão norte-americano. Há, contudo, defensores da via de mercado, do tipo londrina, que propugna a introdução de inovações contratuais nos instrumentos de dívida soberana. Ou, ainda, a manutenção do modelo atual de envolvimento voluntário dos credores em processos de reestruturação das dívidas. Em comum, há a defesa de uma visão *market-oriented* em contraposição a medidas estatutárias, de caráter oficial.

Na linha reformista de mercado, a alternativa menos radical seria a definição para os devedores de procedimentos para suspensão temporária dos pagamentos e de concessão de novos empréstimos capazes de lastrear o pagamento da dívida velha, na base de acordos voluntários. As dívidas soberanas seriam negociadas diretamente – credor *versus* devedor – e as dívidas privadas seriam equacionadas pelos judiciários nacionais. Os instrumentos de dívida poderiam definir, *ex-ante*, os termos de uma eventual renegociação como a de que o devedor comprometer-se-ia em aceitar os termos legais defi-

¹¹ Entre outras coisas, o capítulo 11 da Lei Americana de Falências estabelece os termos de reestruturação financeira no caso de uma liquidação. Permite a suspensão temporária do pagamento de dívidas, ao se considerar que, uma vez ilíquida, mas potencialmente solvente, qualquer corrida contra os ativos da liquidante torna-se prejudicial para a própria e para os credores enquanto grupo. Além disso, os credores podem ofertar o capital de giro que garantiria a continuidade das operações da liquidante, tendo prioridade no resgate desta nova dívida. Fixam-se, também, parâmetros para o alongamento e cancelamento de dívidas, conversões de dívida em capital, etc. (Unctad, 2001, p. 68).

nidos pelo judiciário do país credor. Estas inovações contratuais têm sido denominadas de Cláusulas de Ação Coletiva (CAC) (Group of Ten, 1996; Eichengreen, 1999, 1999b, 2002; e Rogoff, 1999).

É interessante notar que a hipótese da concordata soberana não é propriamente nova. Rogoff & Zettelmeyer (2002) identificaram três fases que antecederam a presente discussão. No final dos anos 1970 e início dos anos 1980, surgem as primeiras referências mais elaboradas apontando para a utilização do capítulo 11 da Lei de Falências dos EUA no plano internacional. Ohlin (1976) defendeu tal mecanismo como forma de reduzir a aversão ao risco dos investidores e ampliar a recuperação pós-crise. A UNCTAD, já em 1977, sugeria a necessidade da explicitação dos procedimentos formais de reorganização, elegendo o FMI como um possível mediador dos conflitos credores-devedores. Porém, o trabalho de Oechsli (1991) foi apontado como o primeiro a construir uma proposta mais ampla, onde a analogia com o capítulo 11 aparece de forma explícita, ainda que o autor rejeite a via oficial de maior intervenção sobre os mercados.

Rogoff & Zettelmeyer (2002) mostram que, nos anos 1980, na sequência da crise da dívida, houve um avanço maior na compreensão dos aspectos teóricos que envolvem o problema de “ação coletiva” associado às crises financeiras. Os trabalhos de Sachs (1984) lançaram luz sobre temas como a (falta) de coordenação entre os credores e os comportamentos do tipo *free rider*, onde agentes individuais buscam burlar acordos coletivos em busca de ganhos diferenciais¹². Por outro lado, do ponto de vista normativo, os autores não encontram avanços significativos. Somente no final da década, Cohen (1989) irá propor a criação de uma Agência Internacional para a Reestruturação de Dívidas (AIRD), encarregada de aplicar uma legislação global de falências. Williamson (1992) sugeriu que tal instituição não deveria ter um caráter oficial, sendo preferível à via de mercado, com inovações contratuais, nos moldes ingleses, criando os parâmetros de negociação. Entre o Plano Brady e a crise do México, esta questão perdeu centralidade no debate. Sachs (1995)

¹² Mesmo em processos centralizados, envolvendo empréstimos sindicalizados. Nos moldes do comportamento da Elliott Associates, citado por Krueger (2001 e 2002) como um exemplo de postura *free rider* e que teria motivado as reflexões atuais do Fundo, a Costa Rica teve uma derrota judicial que implicou pesado ônus financeiro em um processo precipitado por um banco que “furou” as negociações do sindicato de bancos credores Rogoff & Zettelmeyer (2002).

tornou-se um novo marco na discussão, ao criticar a postura do FMI com seus megapacotes de socorro, ao sugerir a necessidade de um maior envolvimento do setor privado no equacionamento das crises e ao retomar a proposta de uma “corte internacional de falências” – papel que poderia ficar a cargo do FMI¹³.

É importante ter-se claro que o debate recente em torno das reformas da AFI, do qual o tema da reestruturação de dívidas é um subproduto, surgiu em meio a intensas transformações nas relações financeiras internacionais. Com o fim do sistema de câmbios fixos – porém, ajustáveis – derivado do acordo de Bretton Woods, verificou-se uma ampliação na instabilidade financeira global. O FMI (1998) identificou, para o período 1975-97, 158 episódios de crises cambiais e 54 de crises bancárias¹⁴. Tais crises foram mais frequentes nos países em desenvolvimento, gerando elevados custos diretos, associados à reestruturação dos sistemas financeiros, e indiretos, em termos de queda do produto¹⁵. Elas estiveram associadas a movimentos de expansão nos investimentos (reais e financeiros), que, por sua vez, foram potencializados pelo crescimento na oferta de crédito, especialmente após a liberalização financeira (interna e externa). A apreciação da taxa de câmbio, com deterioração dos saldos em conta corrente e redução na liquidez (ampliação da relação entre passivos e ativos externos e encurtamento das posições passivas), também marcaram os países em crise¹⁶.

¹³ Da mesma forma, a UNCTAD (2001) defendeu a criação de uma Corte Internacional de Falências, através de um tratado internacional ratificado pelos membros da ONU, e que seria responsável pela aplicação de um Código de Falências capaz de evitar uma corrida contra os ativos dos devedores, especialmente no contexto de uma crise de liquidez, ao mesmo tempo em que se protegeriam os direitos dos credores.

¹⁴ Utilizou-se uma amostra com 22 países industrializados e 31 países em desenvolvimento. EUA e Alemanha foram excluídos da amostra que verificou a natureza das crises cambiais, na medida em que suas moedas servem de referência para os demais países, mas foram mantidos nos estudos sobre crises bancárias. (IMF, 1998, nota 85). As crises cambiais foram identificadas pela construção de um índice de pressões nos mercados cambiais, que leva em conta as mudanças nas taxas de câmbio e as perdas de reserva e/ou aumento dos juros para amortizar os ataques especulativos; e as crises bancárias por eventos *ex-post* como fechamento, estatização e/ou fusões forçadas de instituições, corridas bancárias ou elevados pacotes de auxílio de liquidez pelo governo.

¹⁵ Nos casos mais graves os custos fiscais das crises oscilaram entre 30% e 40% do PIB. A perda de renda, calculada pela diferença entre a linha de tendência do produto e seu resultado após a crise, foi em média de 4,25% (sendo maior nos países em desenvolvimento).

¹⁶ Ver Kaminsky, Lizondo e Reinhart (1998), Demirgüç-kunt & Detragiache (1998) e Aziz et al. (2000).

A entrada líquida de capital privado nos mercados emergentes atingiu seu auge no ano de 1996¹⁷, com US\$ 233 bilhões. Com a crescente instabilidade internacional, aquele montante atingiu seu menor valor absoluto desde a crise da dívida dos anos 1980: US\$ 8,9 bilhões em 2000. Esta queda deve ser atribuída à forte retração nos créditos bancários e nos fluxos de investimentos em portfólio, muito mais voláteis do que o investimento direto externo (IDE). Em termos relativos, o ano de 1996 marcou o pico da entrada líquida de capitais nos emergentes: 3,5% do PIB conjunto destes países. A partir da crise asiática, este indicador caiu para níveis tão baixos quanto os verificados no período da crise da dívida dos anos 1980 (IMF, 2001b e gráficos 1 e 2, em anexo).

A mudança na natureza dos fluxos privados de capitais teria alterado a própria dinâmica das crises (World Bank, 2000, IMF, 1998). O predomínio dos créditos bancários sindicalizados no *boom* dos anos 1970 e as crises do tipo “em conta corrente” tornaram o padrão de ajuste relativamente uniforme nas crises dos anos 1980. As crises cambiais eram eminentemente nacionais, com um poder de transmissão limitado. Os pacotes oficiais ajustavam-se às necessidades correntes de pagamentos dos serviços da dívida externa e de sustentação de volumes normais de importação de bens e serviços. As reestruturações dos passivos envolviam um número relativamente reduzido de agentes.

Com a globalização financeira dos anos 1980 e 1990, passaram a predominar os fluxos de investimento direto e em portfólio. Houve uma ampliação tanto no volume de recursos – em termos absolutos e relativos – quanto no número de agentes envolvidos. A natureza das crises financeiras alterou-se, com o predomínio de crises da conta capital, ou seja: reversões súbitas nos fluxos privados de capitais,

¹⁷ A crise asiática (Cunha, 2001) inaugurou uma fase de retração nos fluxos privados de capitais para os países em desenvolvimento. A ela seguiu-se a crise russa e a falência de um importante fundo *hedge* norte-americano – o *Long Term Capital Management* –, em 1998, a crise cambial brasileira de 1999, e as crises da Argentina e Turquia (2000-2001), além de uma série de episódios de menor visibilidade fora dos meios especializados, mas igualmente relevantes, com destaque para a crise no pagamento dos *Brady bonds* do Equador, a instabilidade na Ucrânia, Paquistão e Venezuela, entre outros. A crise do Equador, em 1999 e 2000, tornou-se emblemática, por ser esse o primeiro país a não pagar as obrigações dos *Brady bonds*. Entre 1990 e 1997, 18 países aderiram ao plano do então Secretário do Tesouro dos EUA – Nicholas Brady – de securitizar suas dívidas improdutivas, com a transformação dos créditos bancários (empréstimos) em títulos negociáveis.

motivadas por problemas domésticos ou pelo efeito-contágio – a faceta mais aparente dos comportamentos miméticos e irracionais dos mercados internacionais de capitais.

Ampliou-se a volatilidade dos fluxos de curto prazo (gráfico 2) e criou-se uma pressão crescente sobre as fontes oficiais de recursos. Os megapacotes de auxílio aos países em crise geraram um intenso debate sobre os perigos do risco moral, na medida em que os investidores internacionais tenderiam a agir de forma menos prudente em um ambiente onde as instituições multilaterais “garantiriam” a liquidez de seus ativos¹⁸. Ademais, a pulverização no número de credores e devedores tornou muito mais complexa a tarefa de reestruturação das dívidas improdutivas (Council of Economic Advisers, 2002; Cunha & Prates, 2003).

Deve-se ressaltar que o problema da dívida externa dos países em desenvolvimento (PEDs) não foi suprimido com o Plano Brady. Em termos absolutos, a dívida e seu serviço (pagamento de juros e amortização) têm crescido sistematicamente nos últimos anos. Em termos relativos, após uma queda no início dos anos 1990, a segunda metade da década recolocou o problema da pressão externa para os emergentes (gráficos 3 e 4, em anexo). Em 1994, o serviço da dívida representava 22% das receitas de exportação de bens e serviços do conjunto dos PEDs. Este valor subiu para 27% em 1998 e 1999, voltando para um patamar de 23% em 2001. Do ponto de vista regional, a América Latina apresentou a situação mais delicada: aquele indicador passou de 37% em 1995, para 61% em 1999 e 51% em 2001. Na Ásia, mesmo com a crise, a relação serviço da dívida/exportações manteve-se abaixo de 20% (IMF, 2002b, tabela 38 do Anexo).

Nesse contexto, Sachs (2002) fez um balanço pouco otimista quanto aos resultados dos processos de reestruturação de dívidas soberanas nos marcos do atual *status quo*. Ele tomou uma amostra de 82 países em desenvolvimento, 60 dos quais realizaram algum

¹⁸ No final de 1996, os recursos líquidos do FMI, usados para cobrir crises nos países membros, eram de US\$ 83 bilhões. Em dezembro de 1998, chegaram a US\$ 54 bilhões (Council of Economic Advisers, 2002, p. 284-286). Em 1998, o Fundo solicitou US\$ 89 bilhões para seus membros, na forma de um Novo Arranjo de Empréstimo. Com isso, seus recursos atingiram US\$ 125 bilhões no final de 2001. Os pacotes oficiais liderados pelo Fundo – especialmente nas crises mexicana e asiática – envolveram recursos em volumes inéditos e forçaram a criação de novas linhas de financiamento, mais largas das que os convencionais Arranjos *Stand-by* (Cunha, 2001).

tipo de reestruturação de dívidas em negociações no âmbito do Clube de Paris¹⁹. Entre estes, Sachs procurou verificar qual o resultado do processo de renegociação em termos de crescimento econômico. Ou seja, se as renegociações permitiram (ou não) a recuperação dos países. Ele dividiu sua amostra em três grupos: (i) os países que haviam sido “curados”²⁰, ou seja, que não tinham experimentado nenhuma nova reestruturação de dívidas e que não estavam sob algum programa de empréstimo do FMI no período 1997-2001; (ii) os países em “remissão”²¹, que não estariam em meio a uma nova reestruturação com o Clube de Paris, ainda que estivessem com empréstimos junto ao FMI; e (iii) os países em “crise continuada”²², que reestruturaram dívidas em anos recentes e estão na eminência (em negociação) de novos acordos, especialmente no âmbito dos programas de redução da pobreza coordenados pelo FMI e que envolvem descontos substantivos sobre o valor atual das dívidas²³. Nos oito países “curados”, o crescimento médio da renda *per capita* foi de 4% ao ano (mediana de 2,5%), entre 1990 e 1999. No mesmo período, os 12 em “remissão” apresentaram uma média de cresci-

¹⁹ O Clube de Paris é um grupo informal de países credores que, mesmo na ausência de uma base legal definida, tem atuado, desde 1956, na renegociação de dívidas junto a governos soberanos. Até 2002, foram mais de 300 acordos envolvendo 76 países. O FMI costuma trabalhar em sintonia com os negociadores do Clube de Paris (ver <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/groups.htm#clubs>). No último quarto de século, o Clube introduziu uma série de novas condições em suas reestruturações. Entre 1975 e 1988, o padrão consistia no reescalonamento das dívidas, sem redução no valor atual ou nos juros. Em 1988, os “Termos de Toronto” introduziram a possibilidade de redução do valor presente da dívida em 1/3. Em 1996, introduziu-se a possibilidade de redução em até 80% do principal, no que ficou conhecido como “Termos de Lion” ou “Iniciativa Para Países Pobres Altamente Endividados”. Os órgãos multilaterais (FMI e Banco Mundial) e bilaterais passaram a trabalhar com o conceito de “sustentabilidade da dívida” para balizar os termos das suas reestruturações. Em 1999, esta “Iniciativa” foi aprofundada (Sachs, 2002).

²⁰ Chile, Costa Rica, República Dominicana, Guiné Equatorial, Guatemala, Jamaica, Marrocos e Trinidad & Tobago.

²¹ Argélia, Argentina, Brasil, Camboja, Egito, El Salvador, Haiti, México, Panamá, Peru, Filipinas e Turquia.

²² Angola, Benin, Bolívia, Burkina Faso, Camarões, Rep. Centro Africana, Chad, Congo (Brazzaville), Congo (Kinshasa), Costa do Marfim, Equador, Etiópia, Gabão, Gâmbia, Gana, Guiné, Guiné Bissau, Guiana, Honduras, Jordânia, Quênia, Libéria, Madagascar, Malawi, Mali, Mauritânia, Moçambique, Nicarágua, Niger, Nigéria, Paquistão, Senegal, Serra Leoa, Somália, Sudão, Tanzânia, Togo, Uganda, Iêmen e Zâmbia.

²³ Em dezembro de 1999, a Iniciativa para os Países Pobres Altamente Endividados passou a prever descontos de até 90% na dívida junto aos governos dos países credores, além de redução na dívida junto aos órgãos bilaterais e multilaterais para “níveis sustentáveis” – dívida inferior a 150% das exportações ou com relação exportações/PIB inferiores a 250% da receita fiscal anual (Sachs, 2002, anexo, tabela 3).

mento de 1,7% (mediana de 2,1%); e os 40 países em situação de crise crônica tiveram uma queda média anual de 0,1% (a mediana foi positiva em 0,3%). Isto levou o autor a questionar os resultados dos vários processos de reestruturação e a defender, para os países pobres, o cancelamento das dívidas.

O aprofundamento da instabilidade nos mercados financeiros e as insuficiências dos mecanismos oficiais e privados de reestruturação de dívidas sinalizam o espaço do atual debate, que será detalhado a seguir.

3 Reestruturação de Dívidas Soberanas

Krueger (2001a, 2001b e 2002) colocou no centro do debate o tema da reestruturação de dívidas soberanas em uma analogia à legislação norte-americana. A hipótese da “concordata soberana” explicita a existência de um tipo não convencional de reflexão no Fundo²⁴. Em um documento mais detalhado (Krueger, 2002b) procurou-se incorporar alguns elementos das críticas recebidas em meio a um intenso debate, do qual foram protagonistas órgãos oficiais e privados, e acadêmicos. A proposta de Krueger ressuscitou um velho tema, qual seja: o equacionamento dos conflitos entre credores e devedores na esfera internacional. Mais surpreendente do que a proposta, desde logo uma nova reflexão sobre sugestões mais antigas, foi sua origem. O Fundo foi (e continua sendo) o principal promotor das “reformas de primeira geração” (Cunha, 2002) na AFI, baseadas na disseminação das melhores práticas em várias áreas, conforme destacado anteriormente.

Das alternativas em debate, a via oficial, proposta por Krueger, tem um caráter mais institucional e busca enfrentar os problemas coordenação associados às crises de endividamento. Já a via de mercado propõe soluções descentralizadas, enfatizando os mecanismos contratuais livremente pactuados entre as partes. Nesta via, há reformistas como Eichengreen (1999, 2002) que defendem a introdução de Cláusulas de Ação Coletiva (CACs) para resolver os

²⁴ Em manifestações públicas Krueger tem insinuado que tais propostas são uma “reflexão acadêmica” de sua parte. Todavia, não parece ser plausível que a 2ª executiva na hierarquia no Fundo manifeste-se sobre um tema tão polêmico e, especialmente, neste momento, como um mero diletantismo intelectual.

problemas de coordenação entre os credores; e há os que defendem a manutenção do atual *status quo* em que as renegociações devem se dar de forma livre – *bail in* (Roubini, 2002).

3.1 A Via Oficial

Krueger sugeriu a necessidade de novos mecanismos de equacionamento das situações de iliquidez de países fortemente endividados. As operações de socorro dos órgãos multilaterais e de governos dos países credores – *bail out* – esbarrariam em dois obstáculos graves: a criação de risco moral nos credores privados e os limites orçamentários do FMI²⁵ e de seus países membros. A busca de envolver o setor privado, através da reestruturação voluntária das dívidas, por exemplo, – o *bail in* –, ajudaria a minimizar o problema do risco moral, porém não evitaria o surgimento de crises do tipo profecia auto-realizada por movimentos coletivos de realização dos ativos (as corridas dos credores).

A solução apontada aproxima-se do modelo da legislação de falências e concordatas dos EUA. Tratar-se-ia, portanto, da discussão de um arcabouço capaz de viabilizar processos de “concordatas soberanas”, ou, nos termos de Krueger, de “reestruturação de dívida soberana”, ou, ainda, “criar um catalisador que encoraje devedores e credores a unirem-se na reestruturação de dívidas insustentáveis de um modo tempestivo e eficiente”. Seguindo a explicação de Krueger (2001a), “este catalisador poderia tomar a forma de um arcabouço oferecendo ao país devedor proteção legal contra credores que estejam obstaculizando uma reestruturação necessária, em troca da obrigação para o devedor de negociar de boa-fé com seus credores e implementar políticas que assegurem a prevenção do surgimento de problemas semelhantes no futuro.”

Na crise dos anos 1980, a concentração dos créditos nas mãos de um grupo restrito de credores teria facilitado a coordenação dos seus interesses e, assim, de um processo relativamente ordenado de

²⁵ Krueger destaca que, ao contrário dos Bancos Centrais que podem emitir moeda de curso forçado, o FMI não cria liquidez. Por isso, necessariamente, havia limitações para o exercício de um emprestador em última instância, nos termos de Bagehot – fornecer, tempestivamente, uma significativa quantidade de recursos a taxas punitivas.

reestruturação das dívidas. Com a transição dos empréstimos sindicalizados para os títulos de dívida, enquanto instrumentos predominantes de canalização de recursos para os países em desenvolvimento, ter-se-ia estabelecido uma mudança radical na convergência de interesses. A pulverização do número de credores e a diversidade e complexidade dos instrumentos de dívida teriam estimulado a “corrida dos credores” sempre que, em sua percepção, a posição passiva de um país sinalizasse um grau inaceitável de liquidez. Credores poderiam estabelecer estratégias bem-sucedidas de realização de ativos, mesmo em casos de flagrante iliquidez dos países devedores. Tais crises, com custos danosos em termos reais e financeiros, conforme destacado no item anterior, que, ademais, tenderiam a reduzir o acesso dos países atingidos aos fluxos privados de capitais por vários anos, deveriam ser evitadas.

A existência de graves problemas de ação coletiva inspirou a proposta do FMI²⁶. Com a pulverização do número de credores, abre-se espaço para comportamento do tipo *free rider* potencialmente detonadores de uma crise²⁷. Krueger (2001a) sugere que o Fundo

²⁶ Krueger (2001a, 2002) relata um caso que teria estimulado a proposta do Fundo de “falência soberana”. A Elliott Associates teria sido bem-sucedida na exigência legal do pagamento de *commercial papers* comprados em 1996 e que tinham a garantia do governo do Peru. A Elliot, um fundo de investimento especializado na aquisição de títulos de devedores problemáticos, aproveitou-se da lacuna temporal criada pelo processo de securitização de dívidas soberanas. Em outubro de 1995, o governo peruano havia anunciado um acordo para reestruturar a dívida de dois bancos peruanos, que tinham garantias oficiais. Em novembro de 1996 fechou-se o acordo, com 180 credores. Estes aceitaram a conversão da dívida em *Brady bonds* e créditos à vista. Entre janeiro e março de 1996, quando os detalhes finais daquele acordo estavam sendo ultimados, a Elliot adquiriu créditos daqueles bancos com 50% de desconto sobre o valor de face de US\$ 20,7 milhões (Council of Economic Advisers, 2002, p. 296-297). Logo após a aquisição, a Elliot mandou uma notificação oficial de inadimplemento e, na sequência, entrou com um processo na Suprema Corte de Nova Iorque, buscando o pagamento integral da dívida. Isto se deu antes do fechamento do acordo de conversão em *Brady bonds*. A Elliot sabia do acordo, mas optou por uma estratégia do tipo *free rider*, onde “o vencedor fica com tudo”. E ela venceu. A Elliott convenceu as cortes, nos EUA e na Europa, a calcionar o pagamento dos *Brady bonds* do Peru dos credores que haviam feito o acordo de 1996, até que o governo honrasse um pagamento de US\$ 55,7 milhões – valor quase três vezes superior ao valor de face da dívida e cinco vezes maior do que o montante pago pela Elliot. Sem a possibilidade de se proteger do credor, através da declaração de “falência”, e sob risco de ter de declarar *default* sobre a “nova dívida” - recentemente reestruturada, a exemplo do que ocorrera com o Equador -, o Peru teve de capitular: em outubro de 2000, pagou US\$ 56,3 milhões à Elliot.

²⁷ A crise do Equador (1999 – 2000) antecipou esta tendência. Pela primeira vez, um dos 18 países que emitiram *Brady Bonds* deixou de honrar o pagamento dos juros destes títulos. O Equador atravessava um processo de forte retração econômica – no primeiro semestre de 1999, o PIB real experimentou uma contração anualizada de 15,4% - iniciada em 1997 e 1998,

“deveria estar preparado para dar seu apoio implícito à suspensão temporária do pagamento das dívidas de um país, desde que estivesse implementando um pacote significativo de ajustes econômicos e se dispusesse a negociar, de boa-fé, com seus credores.” Em outras palavras, o Fundo estaria admitindo a necessidade de, em certas circunstâncias, apoiar processos de suspensão temporária do pagamento das dívidas. Algo impensável poucos anos atrás. Como isso se daria? Com o consentimento do Fundo (“versão forte” em Krueger, 2001, 2001b e 2002) ou com a interveniência dos credores (“versão fraca” em Krueger, 2002b), um país poderia solicitar a suspensão temporária do pagamento de suas dívidas, prazo em que abriria negociações para reestruturação dos débitos. Admitir-se-ia, então, a imposição temporária de controles sobre os fluxos de capitais. O FMI disponibilizaria o espaço, na forma de “regras do jogo”, para que devedores e credores procedessem de forma voluntária e ordenada à reestruturação das dívidas.

Krueger (2001a, 2001b, 2002 e 2002b) admite explicitamente a inspiração no modelo da legislação de falências dos EUA, onde as reestruturações das dívidas das corporações tendem a ocorrer mais na “sombra das leis” do que nos tribunais. Considera que, em última instância, os acordos deverão ser realizados pelas partes envolvidas, sem a imposição, pelo Fundo, de qualquer solução. Esta tendência aparece de forma explícita na última versão da proposta (Krueger, 2002b)

Para que tal mecanismo de reestruturação de dívidas soberanas seja viabilizado, dever-se-iam garantir os seguintes princípios gerais: (i) que os credores não burlam a negociação através da busca de realizar seus instrumentos de dívida junto às cortes nacionais;

com a queda no preço internacional do petróleo, problemas na produção primária devido às alterações climáticas – efeito *El Niño* – e queda na entrada autônoma de capitais em decorrência da instabilidade internacional – crise russa. Em agosto de 1999, o governo anunciou que iria atrasar o pagamento dos juros de uma *tranche* de títulos *Brady bonds*. Porém, continuou honrando os demais títulos. Os credores reagiram negativamente a este “pagamento seletivo” e iniciaram um processo coletivo de realização de ativos, pressionando pela antecipação no pagamento dos juros e principal do *bonds*. O país não suportou a pressão e deixou de honrar todos os *Brady bonds* e *Eurobonds* em vencimento. Até março 2000, quando se anunciou um pacote de US\$ 2 bilhões em créditos oficiais (FMI, Banco Mundial e BID), o governo manteve um intenso e conflituoso processo de negociação com um grupo de representantes de credores. Conseguiu-se, em maio, como pré-condição para o acesso aos recursos oficiais um acordo que reestruturou o perfil da dívida (Council of Economic Advisers, 2002, p. 287-288).

(ii) que os credores tenham garantias de que o devedor irá agir de boa-fé, o que passaria pela adoção de políticas econômicas adequadas a sua recuperação e pela não concessão de privilégios arbitrários a grupos de credores (internos *versus* externos, por exemplo); (iii) que o setor privado esteja disposto a prover novo crédito capaz de auxiliar na recuperação do devedor, gerando, por contrapartida, a possibilidade de assumir um *status* superior na hierarquia dos credores; e (iv) que um grupo minoritário de credores “fure” o acordo da maioria, exigindo o pagamento nas condições contratuais originais (Krueger, 2001a, 2001b, 2002).

A execução destes princípios introduziria uma série adicional de problemas, especialmente na questão do *enforcement*, ou seja, das bases legais de imposição destas normas gerais. Para evitar arbitragens regulatórias, estas regras deveriam ser universalmente aceitas. Krueger defende que o Fundo seja o agente operador do arcabouço de reestruturação, na medida em que teria legitimidade para apontar a consistência dos ajustes implementados pelos credores²⁸. Ainda assim, admite que o Fundo não estaria preparado para realizar arbitragem, nos termos de uma Corte de Falências, como fica subentendido na proposta da UNCTAD. Em Krueger (2002b) sugere-se que uma Agência Independente poderia fazer o trabalho de mediação. A questão da arbitragem sintetiza os principais problemas destacados por Krueger (2001a, 2001b, 2002), na medida em que uma terceira parte deverá mediar o cumprimento, entre credores e devedores, das regras de negociação e de implementação dos termos acordados. Além disso, o papel de fornecedor de crédito por parte do Fundo deveria ser adequado à priorização do provimento da liquidez necessária ao fortalecimento das reservas cambiais, tendo em vista as despesas em transações correntes – serviços essenciais e importações.

²⁸ Na segunda exposição do arcabouço preliminar do Fundo (Krueger, 2001b), a diretora sugere a possibilidade de que os países membros, por ampla maioria (3/5 dos membros com 85% dos votos), emendam os Atos Constitutivos do FMI, de modo a legitimá-lo no cumprimento desta nova função. Esta seria uma alternativa à proposta da UNCTAD (2001) de ratificar um tratado internacional que legitimasse uma legislação de falências e que criasse uma corte internacional.

3.2 A Via de Mercado: Com ou Sem Cláusulas de Ação Coletiva

A proposta de Krueger, especialmente em suas primeiras versões, traduz a tradição dos EUA, de institucionalizar o problema da reestruturação de dívidas. Tal institucionalização não implica, necessariamente, um maior apelo a soluções judiciais. Na verdade, estimulam-se acordos “fora das cortes”, porém mediados por um embasamento legal capaz de estabilizar a arbitragem entre as partes. No plano internacional, os investidores privados dos países credores tendem a ser arredios aos mecanismos de maior institucionalização dos conflitos. A pulverização de interesses e a possibilidade de obtenção de ganhos em negociações privadas, ainda mais quando as estratégias do tipo *free rider* são consideradas, reduzem o apetite por soluções estatutárias.

As soluções contratuais são sempre preferidas. Elas podem conter inovações que permitam um maior alinhamento à tradição britânica de coordenação dos credores mediante a utilização de cláusulas de ação majoritária, como indicado anteriormente. Há, ainda, a defesa da manutenção do atual *status quo* de livre negociação entre credores e devedores. Argumenta-se que não haveria, ainda, apetite político por reformas mais profundas. Basta lembrar que, em 1996, o Rey Report do G-10 já defendia a utilização das cláusulas de ação coletiva (CACs) como a melhor alternativa para o problema de reestruturação de crises de liquidez nos mercados emergentes (Roubini, 2002; Miller, 2002).

Ainda assim, na ótica dos investidores privados, a adoção de Cláusulas de Ação Coletiva (CACs) nos instrumentos de dívida é preferida frente a alternativas caracterizadas por uma maior intervenção oficial – caso típico de propostas como a concordata soberana. Há, por exemplo, a defesa de que as CACs poderiam ordenar os *defaults* em um cenário de envolvimento – *bailing in* – *ex-ante* dos credores, a partir de um único tipo de coerção normativa: os governos dos países credores deveriam forçar legalmente a sua adoção (Council of Foreign Relations, 1999; Goldstein, 2001; Eichengreen, 1999, 2002). Ou seja, os tribunais nacionais não poderiam premiar posturas do tipo *free rider*. Assim, evitar-se-ia a intromissão oficial nos mecanismos privados de livre negociação contratual entre as partes contratantes. A UNCTAD (2001, p. 69) critica este tipo de solução privada, por entender que os conflitos seriam inevitáveis. Com

assimetria de poder entre credores e devedores, não seria possível imaginar uma distribuição mais eqüitativa do ônus derivado das situações de iliquidez. Isto só seria possível com a mediação de uma parte neutra, com legitimidade institucional e poder de coerção, evitando-se o abuso de poder na definição das cláusulas contratuais dos instrumentos de dívida.

O Tesouro dos EUA já admitiu a adoção de CACs, desde que acopladas a mecanismos de incentivo²⁹ que forcem sua adoção por parte dos países devedores (Taylor, 2002). Admite-se a gravidade atual do quadro de sustentabilidade das dívidas de muitos mercados emergentes, bem como os problemas de coordenação no âmbito dos credores. Porém, rejeita a via oficial proposta por Krueger, em nome de um aporte descentralizado. Miller (2002) lembra que não deixa de ser irônico o fato de o FMI construir sua proposta com base na herança institucional dos EUA, ao passo que Taylor (2002) resgata as “Regras de Londres” como parâmetro para o equacionamento dos problemas de reestruturação de dívidas no plano internacional. O que seria bom em casa não poderia valer para os países em desenvolvimento.

Para além da dicotomia “adoção de CACs” *versus* “manutenção do atual *status quo*” de livre negociação (Roubini, 2002), percebe-se a emergência de novas cláusulas nos contratos de dívida soberana. Há inovações contratuais ou financeiras nos mercados primário e secundário de dívidas soberanas, ou seja, de títulos emitidos pelos governos, empresas estatais e/ou títulos privados com garantias oficiais explícitas. Tais inovações responderam por cerca de 37% do total das emissões soberanas do período 1997-2001 (tabela 1, em anexo).

Em um ambiente de maior instabilidade financeira, ampliou-se a aversão ao risco entre os investidores internacionais. A emissão de novos títulos e a liquidez dos mercados secundários foi significativamente afetada, o que propiciou a introdução de uma série de inovações contratuais na emissão soberana (IMF, 2002). Para aumentar a liquidez nos mercados secundários, estão sendo utilizadas a reabertura e expansão das cláusulas originais dos contratos, de modo a adequar a curva de rendimento dos títulos às circunstâncias de

²⁹ Como condicionalidade para o acesso a recursos do FMI.

mercado. As chamadas expansões (*augmentation*) já envolveram cerca de US\$ 71 bilhões em 165 operações, entre 1997 e 2001. Em momentos de maior aversão ao risco, quando há uma significativa redução no apetite privado por novos títulos, as expansões evitam a ruptura no fluxo de novos negócios. Todavia, para o FMI (IMF, 2002) tais instrumentos são limitados enquanto uma estratégia de longo prazo: se o país emissor está sendo vitimado pelo efeito-contágio de uma crise em outro emergente, as expansões permitem reduzir a escassez de fundos; se, todavia, o país emissor é a fonte dos distúrbios, tal possibilidade reduz-se consideravelmente.

A introdução, na emissão de dívida soberana, de garantias e colaterais (dívida subordinada), comuns em contratos privados é outra inovação importante do período 1997/2001. Eles dão ao credor o direito de exercer a compra de outros títulos soberanos a preços predeterminados (garantias) ou caucionar seus créditos em fluxos de rendas futuras (“colateralização”). O exemplo da empresa estatal mexicana de petróleo, a PEMEX, é paradigmático. Entre dezembro de 1998 e junho de 1999, a PEMEX emitiu US\$ 4,1 bilhões, dos quais US\$ 1,35 bilhão foram garantidos pela seguradora MBIA-Ambac. Aquele montante equivaleu a 24% das emissões soberanas dos mercados emergentes no período. A estrutura da emissão, realizada através de uma companhia de propósito específico, contemplava títulos colateralizados pela renda futura da exportação de petróleo da PEMEX. Com isso, a parte coberta pela MBIA-Ambac e com colaterais obteve um *rating* AAA (S&P) contra o BBB da parte descoberta, ou BB do risco soberano do México no período (IMF, 2002, p. 74).

Por fim, cabe mencionar a utilização de inovações associadas a mudanças no fluxo de pagamentos dos títulos – os instrumentos de variação temporal, *step-up* e *step-down* – com ou sem derivativos – contratos estruturados que envolvem a utilização de opções, garantias, etc. Em grande medida, tais inovações foram utilizadas, no período recente, como forma de viabilizar novas emissões em um ambiente de alta aversão ao risco, o que implicou uma maior aceitação na variação dos perfis de pagamento dos títulos, bem como exigências adicionais de liquidez e proteção.

4 Considerações Finais

Está em curso uma importante discussão sobre a introdução de inovações institucionais no tratamento do problema de dívidas soberanas insustentáveis. Este fato, por si só, sinaliza que, em anos recentes, alterou-se, sensivelmente, o ambiente econômico e político. O otimismo quanto aos resultados do processo de globalização, especialmente em sua dimensão financeira, parece estar dando lugar a um sentimento de crescente apreensão. As crises financeiras multiplicam-se, atingindo países que procuraram, nas últimas duas décadas, um maior alinhamento às políticas liberais. As fontes externas de financiamento para os emergentes secam em um contexto de retração do comércio mundial e de recrudescimento do protecionismo nos países industrializados.

É neste cenário que emerge, do próprio FMI, uma proposta de tratamento institucional para a questão da reestruturação de dívidas soberanas. Este tema não é novo. Todavia, estava relegado a um plano secundário do debate oficial e mesmo acadêmico (Eichengreen, 1999; Unctad, 2001). Cunha (2002) sugeriu que esta aparente heresia do Fundo refletiria a assunção de que as reformas em andamento na AFI, e que refletem a visão do *establishment* oficial e privado, seriam consideradas, desde dentro, como insuficientes.

O debate recente reafirma a existência de duas abordagens distintas. Uma via oficial, que sugere a necessidade de uma maior institucionalização do problema das dívidas soberanas. Neste sentido, a proposta de Krueger deve ser encarada como um importante avanço, na medida em que coloca no centro do debate o problema da sustentabilidade do endividamento dos mercados emergentes e a questão da assimetria de poder – credores *versus* devedores – nas finanças internacionais. Já a vida de mercado, preconiza a utilização de soluções contratuais, baseadas na livre negociação entre as partes. Esta via contempla tanto a defesa de reformas pragmáticas, como a introdução de CACs, quanto a manutenção do atual *status quo*, ao se considerar que não há apetite político para reformas, mesmo que *market-oriented*.

A perspectiva do Tesouro dos EUA, externada por Taylor (2002), fornece indícios dos limites possíveis para reformas. Taylor admite a necessidade de introduzir inovações contratuais, nos moldes das CACs, como forma de preservar uma visão *market-oriented* no qua-

dro atual de instabilidade. Por outro lado, é interessante notar que as práticas de mercado já sinalizam para a busca de introdução de inovações capazes de adequar a capacidade de pagamento dos emissores soberanos em distintos cenários de liquidez e apetite por risco nos mercados internacionais.

O desdobramento concreto das propostas em debate dependerá da evolução da situação dos mercados financeiros internacionais. Se a liquidez retornar a patamares razoáveis, capazes de compatibilizar as necessidades de financiamento externo dos países emergentes com níveis aceitáveis de crescimento econômico, poder-se-á evitar um aprofundamento do quadro de instabilidade. Caso contrário, o atual debate acadêmico e político poderá ter de ganhar vida operacional³⁰.

Referências Bibliográficas

AKYÜZ, Y., CORNFORD, A. (1999). *Capital Flows to Developing Countries and the Reform of the International Financial System*. UNCTAD Discussion Paper, n. 143. Genebra: United Nations Conference on Trade and Development - United Nations.

AZIZ, J., CARAMAZZA, F., SALGADO, R. (2000). *Currency Crises: In Search of Common Elements*. IMF Working Paper, WP/00/67. Washington, DC: International Monetary Fund.

BULOW, J. (2002). *First World Governments and Third World Debt: A Bankruptcy Court for Sovereign Lending?* Brookings Panel on Economic Activity "Symposium: A Bankruptcy Court for Sovereign Debt", abril, 5, Washington, DC.

COHEN, B. (1989). *Developing Country Debt: A Middle Way*. Princeton Essays in International Finance, 173.

COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS (2002). *Economic Report of the President, 2002*. Washington, DC: United States Government Print Office.

COUNCIL OF FOREIGN RELATIONS TASK FORCE (1999). *Safeguarding Prosperity in a Global Financial System: The Future International Financial Architecture*. Washington, DC: Institute for International Economics.

³⁰ Em abril de 2003, na reunião conjunta do FMI e Banco Mundial, bem como no encontro dos Ministros das Finanças do G-8 em Deauville, explicitou-se a retirada do apoio político à proposta de "reestruturação de dívidas soberanas", nos termos então externados por Krueger. Optou-se, em linha com a posição do mercado e do Tesouro dos EUA, pelo aprofundamento na utilização de CACs, conforme experiências recentes (bem-sucedidas) de México, Brasil, entre outros (Krueger, 2003).

- CUNHA, A.M. (2001). *Crise no Pacífico Asiático: Causas e Consequências*. Tese de doutoramento (não publicada). Campinas: Instituto de Economia/UNICAMP.
- CUNHA, A. M. (2002). *Falência Soberana: Uma Heresia Desde Dentro*. Trabalho apresentado no VII Encontro de Economia Política, Curitiba, maio.
- CUNHA, A. M., PRATES, D. (2003). "Instabilidade e Crises: os Avanços Teóricos e as Limitações Políticas para o Desenvolvimento dos Países Periféricos". In: FERRAZ, J.C., CROCCO, M., ELIAS, L.M *Liberalização Econômica e Desenvolvimento: modelos, políticas e restrições*. São Paulo: Editora Futura.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A., DETRAGIACHE, E. (1998). *Financial Liberalization and Financial Fragility*. IMF Working Paper, 98/83, june. Washington, DC: International Monetary Fund.
- EATWELL, J., TAYLOR, L. (1998). *International Capital Markets and the Future of Economic Policy*. CEPA Working Paper Series III, n. 9.
- EICHENGREEN, B. (1999). *Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda*. Institute for International Economics.
- EICHENGREEN, B. (1999b). *Strengthening the International Financial Architecture: Where Do We Stand?* Disponível no site: <http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/POLICY.HTM>.
- EICHENGREEN, B. (2002). *Crises Resolution: Why We Need a Krueger-Like Process to Obtain a Taylor-Like Result*. International Economic Conference on "Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards".
- FISCHER, S. (1999). *On the Need of International Lender of Last Resort*. Washington: International Monetary Fund.
- FISCHER, S. (2001). *Asia and the IMF*. Washington: International Monetary Fund.
- GARTEN, J. (1998). *In This Economic Chaos, a Global Central Bank Can Help*. International Herald Tribune, september, 25th, p. 8.
- GOLDSTEIN, M. (2001). *An Evaluation on Proposals to Reform on International Financial Architecture*. NBER Conference on Management of Currency Crises.
- GREENSPAN, A. (1997). *Remarks by Chairman Alan Greenspan at the Economic Club of New York*, NY (december, 2) (mimeo).
- GROUP OF TEN (1996). *The Resolution of Sovereign Liquidity Crises*. Report to the Ministers and Governors Prepared Under Auspices of Deputies. Disponível em: www.bis.org/publ/other.htm#Gten.
- IMF (1998). *World Economic Outlook*, may. Washington: International Monetary Fund.
- IMF (2001). *World Economic Outlook*, october. Washington: International Monetary Fund.

IMF (2001b). *World Economic Outlook*, december. Washington: International Monetary Fund.

IMF (2002). *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues*, march. Washington: International Monetary Fund.

IMF (2002b). *World Economic Outlook*, may. Washington: International Monetary Fund.

KAMINSKY, G. & REINHART (1995). *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems*. IMF Discussion Papers, n. 544, march. Washington DC: International Monetary Fund.

KAMINSKY, G., LIZONDO, S., REINHART, C. (1998). *Leading Indicators of Currency Crisis*. Washington DC: IMF (mimeo).

KRUEGER, A. O. (2001). *International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*. Speech at the National Economists' Club Annual Members' Dinner American Enterprise Institute, Washington DC, november 26. Disponível no site: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm>.

KRUEGER, A. O. (2001b). *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*. Speech at the Indian Council for Research on International Economic Relations Delhi, India, december 20. Disponível no site: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/122001.htm>.

KRUEGER, A. O. (2002). *The Evolution of Emerging Market Capital Flows: Why We Need to Look Again at Sovereign Debt Restructuring*. Speech at the Economics Society Dinner, Melbourne, Australia, january 21. Disponível no site: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2002/012102.htm>.

KRUEGER, A. O. (2002b). *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*. Washington: International Monetary Fund.

KRUEGER, A. O. (2003c). *Detecting and Preventing Financial Crises—Recent IMF Approaches*. Speech at the Bretton Woods Committee Annual Meeting U.S. State Department, june.

MILLER, M. (2002). *Sovereign Debt Restructuring: New Articles, New Contracts - or No Change?* International Economics Policy Briefs, 02/3, april. Washington, DC: Institute of International Economics.

MINSKY, H. P. (1986). *Stabilizing and Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press.

MISHKIN, F. S. (2001). *Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries*. NBER Working Paper, 8087. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.

- OECHSLI, C. G. (1981). Procedural Guidelines for Renegotiating LDC Debts: An Analogy to Chapter 11 of the U.S. Bankrupt Reform Act. *Virginia Journal of International Law*, v. 11. n. 2, p. 305-341.
- OHLIN, G. (1976). Debts, Development and Default. In Helleiner, Gerald K. (ed.) *A World Divided: the less development countries in the world economy*. Cambridge, NY: Cambridge University Press.
- PARK, C. Y., WANG, Y. (2000). *Reform of the International Financial System and Institutions*. (mimeo).
- RODRIK, D. (2001). *Who Needs Capital-Account Convertibility?* Disponível no site: <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg/papers.html>.
- RODRIK, D. (2001). *The Developing Countries Hazardous Obsession with Global Integration*. Disponível no site: <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg/papers.html>.
- ROGOFF, K. (1999). *International Institutions for Reducing Global Financial Instability*. NBER Working Paper, 7265. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- ROGOFF, K., ZETTELMEYER, J. (2002). Early Ideas on Sovereign Bankruptcy: A Survey. *IMF Working Paper 02/57*, march. Washington: International Monetary Fund.
- ROUBINI, N. (2002). *Do We Need a New International Bankruptcy Regime?* Comments on Bulow, Sachs and White. Brookings Panel on Economic Activity "Symposium: A Bankruptcy Court for Sovereign Debt", april, 5, Washington, DC.
- SACHS, J. D. (1984). *Theoretical Issues in International Borrowing*. Princeton Studies in International Finance, n. 54.
- SACHS, J. D. (1995). *Do We Need a International Lend of Last Resort?* Frank D. Graham Lecture at Princeton University, april, 20 (mimeo).
- SACHS, J. D. (1998). *Global Capitalism: Making It Work*. The Economist, sept., 12th.
- SACHS, J. D. (1998b). *Creditor Panics: Causes and Remedies*. (mimeo).
- SOROS, G. (1998). *The Crises of Global Capitalism*. New York: Public Affairs Press.
- TAYLOR, J. (2002). *Sovereign Debt Restructuring: A U.S. Perspective*. Disponível no site: <http://www.treas.gov/press/releases/po1016.htm>.
- TRUMAN, E. M. (2001). *Perspectives on External Financial Crises*. Washington, DC: Institute for International Economics. Disponível no site: <http://www.iie.com/papers/truman1201.htm>.
- UNCTAD (2001). *Trade and Development Report, 2001*. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development - United Nations.

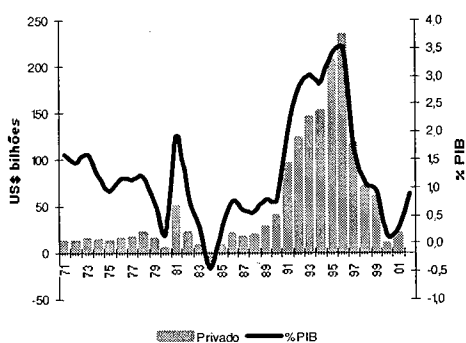
WILLIAMSON, J. (1992). International Monetary Reform and the Prospects for Economic Development. In TEUNISSEN, Jan (ed.). *Fragile Finance: Rethinking the International Financial System*.

WORLD BANK (2000). *Global Development Finance, 2000*. Washington, DC: World Bank.

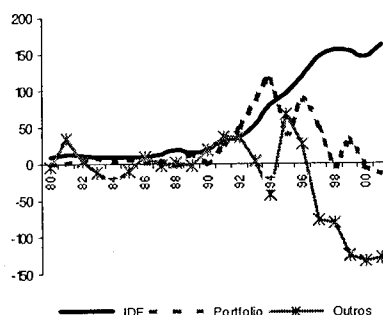
WORLD BANK (2001). *Globalization, Growth and Poverty*. Washington: World Bank.

Anexo

1. Fluxos Líquidos de Capitais Privados para os Países em Desenvolvimento (1971-2001)

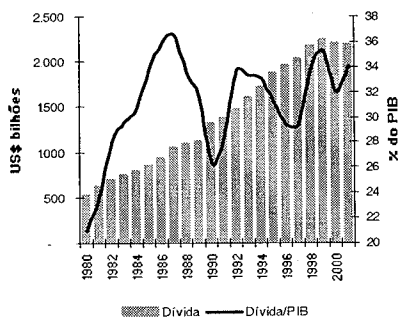


2. Composição dos Fluxos Privados Líquidos de Capitais para os Países em Desenvolvimento, 1980-2001 (US\$ bilhões)

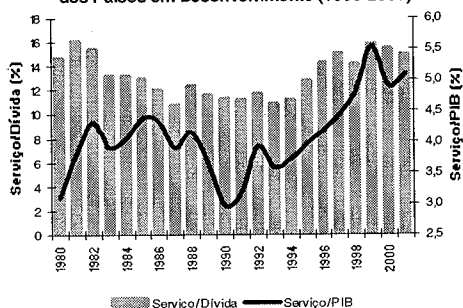


Fonte: Database – World Economic Outlook (IMF, 2001b). Cálculos do autor.

3. Dívida Externa nos Países em Desenvolvimento (1980-2001)



4. Serviço da Dívida Externa (Juros e Amortização) dos Países em Desenvolvimento (1980-2001)



Fonte: Database – World Economic Outlook (IMF, 2001b). Cálculos do autor.

1. Emissões Soberanas por Tipo de Operação - Mercados Emergentes, 1997 - 2001

	1997	1998	1999	2000	2001	1997-2001
Total de Emissões Soberanas	100,4	90,5	63,0	63,0	55,4	372,4
Nº de operações	400	288	209	188	147	1.232
1. Regulares	63,7	57,0	36,8	43,8	34,2	235,4
Nº de operações	277	190	122	125	95	809
2. Com Inovações Contratuais	36,7	33,5	26,3	19,2	21,3	137,0
Nº de operações	123	98	87	63	52	423
Expansões	14,2	11,2	17,0	12,4	16,1	70,9
Nº de operações	17	32	50	28	38	165
Step-down	1,7	3,7	0,9	-	-	6,3
Nº de operações	5	10	3	-	-	18
Step-up	0,7	0,6	0,2	-	-	1,4
Nº de operações	2	1	1	-	-	4
Calls	3,6	1,7	0,1	1,4	0,3	7,2
Nº de operações	18	4	3	11	1	37
Puts	3,1	4,1	2,5	1,3	2,1	13,0
Nº de operações	22	12	12	7	3	56
Garantias	-	1,0	2,5	-	1,3	4,8
Nº de operações	-	1	3	-	1	5
Structured Notes	1,0	2,7	-	-	-	3,7
Nº de operações	2	5	-	-	-	7
Colateralização	12,5	8,7	3,0	4,1	1,5	29,7
	57	33	15	17	9	131
Memória						
Regulares/Total (%)	63,4	63,0	58,3	69,5	61,7	63,2
Com Inovações/Total (%)	36,6	37,0	41,7	30,5	38,3	36,8

Fonte: IMF, 2002. Arranjos e cálculos do autor.